

全球

每周观察

马德里，7月30日

财政压力减缓

经济分析

金融情况

Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
(+34) 91 374 44 32

Marcos Dal Bianco
marcosjose.dal@grupobbva.com
om
+34 91 538 63 49

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com
+34 91 537 66 83

Ignacio González-Panizo
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
+34 91 538 63 50

根据近期数据，由于美国7月份消费者信心和6月份耐用消费品订单下滑（其中消费者信心已是连续第二个月出现下滑），美联储黄皮书继续显示美国经济复苏低于预期。另一方面，欧洲公布的相关经济数据仍高于预期，大部分欧盟国家信心有所提升，其中以德国最为显著。然而，本周的主要新闻是财政压力的缓解。欧洲央行和英国央行将在下周举行会议，预期不会出现大的政策变化，但由于欧洲央行今天释放出了统一制定更严格贷款规则的信号，我们将在Q&A部分继续对此进行跟踪观察。

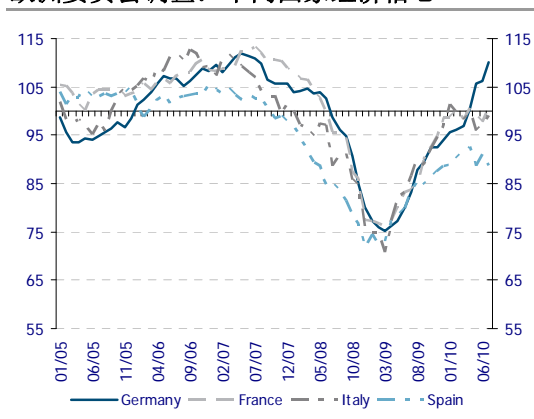
欧洲二线国家主权风险溢价降低…

受欧洲银行压力测试结果的影响，各国财政压力继5月份创下新高后有所缓解，尤其是西班牙（西班牙的压力测试的范围更广、结果更可靠，且该国目前正在进行一项强有力的财政调整）。然而，在经济最为脆弱的国家，风险溢价仍然很高。由于未来数月这些国家有大额债券到期，融资市场的再开放将成为真正的分水岭。

…亚洲货币政策紧缩持续

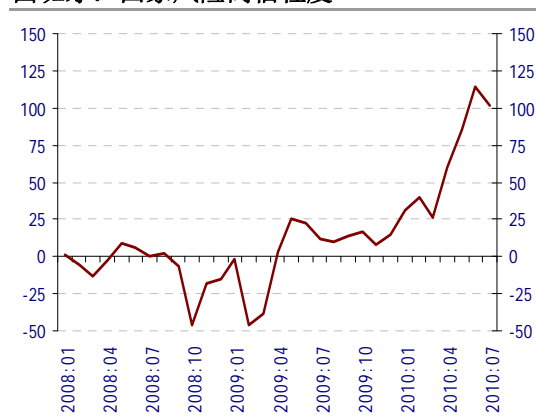
亚洲释放出更多通胀加深的信号，需采取进一步货币紧缩政策，如印度就决定再次提高其官方利率。下周，几个拉美国家公布的通胀数据也将针对该地区的政策走向给我们以启示。

图1
欧洲委员会调查：不同国家经济信心



来源：欧洲委员会

图2
西班牙：国家风险高估程度



来源：BBVA 研究部

要点

银行系统的利好：欧洲银行压力测试以及巴塞尔协议

欧洲银行压力测试结果揭示出西班牙银行体系的强劲反弹。同时，本周巴塞尔银行监管委员会也最终达成了一项关于资本和流动性改革方案的协议。

发达国家收回财政刺激计划为时尚早？

由于近期越来越多的数据显示发达国家经济复苏仍较弱，这引发了对于前期财政紧缩政策利与弊的新一轮争论。

市场分析

Nicolás Trillo
nicolas.trillo@grupobbva.com
+34 91 537 84 95

欧洲汇率
首席策略师

Pablo Zaragoza
pzaragoza@grupobbva.com
+34 91 374 38 64

策略
首席策略师
Joaquín García Huerga, CFA
jghuerga@grupobbva.com
+34 91 374 68 30

欧洲信贷
首席分析师
Javier Serna
javier.sernaa@grupobbva.com
+34 91 537 61 08

全球利率
Aurora Galán
aurora.galan@grupobbva.com
+34 91 537 78 41

市场

压力测试后信贷市场的逐渐开放

本周信贷市场继续改善, 尤其是在非核心国家, 压力测试结果公布后, 葡萄牙和西班牙好转迹象最为明显, 财政压力略有减缓 (西班牙国家债务连续第三周大幅收窄)。暗示在两家大型西班牙银行主导下, 信贷市场将再次逐渐开放。在公布了其强劲的国外需求和为西班牙金融机构树立新标杆的结果后, 这两家银行双双发行了优先债务 (BBVA: 5 年期 MS+170, 12.5 亿欧元; Santander: 4 年期 MS+160, 15 亿欧元)。短/中期内, 我们预期, 在以压力测试细节 (包括发行者的更大差异) 为基础的最优信用评级下, 融资市场将再次为西班牙企业逐渐开启。

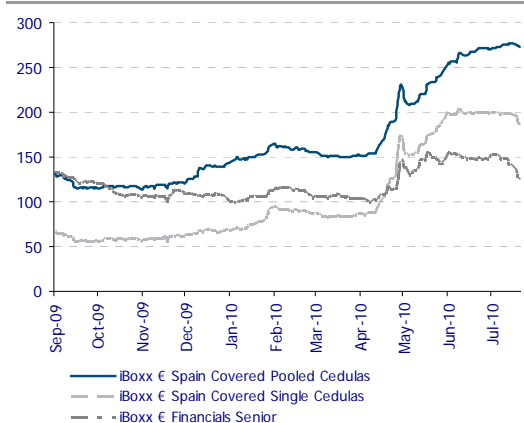
美国与欧洲利差正常化因美元贬值受挫

美元呈现出继续贬值的趋势, 即使将在 1.30 美元/欧元区间探底, 这仍反映出对美国经济的不够乐观的转变, 进而也对美元资产的估值 (无论是从绝对量角度还是从相对量角度) 缺乏信心。

这一调整的主要征兆是大幅下调的利率预期: 与我们对美联储第一次加息的修正预期 (我们不认为美联储会在 2011 年 9 月前加息) 一致, 9 月到期的 3 月期伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 期货自 5 月末以来大幅下跌约 60 个基点, 仅徘徊在 0.8% 以上的区间 (相当于 25 个基点)。若考虑到与此相应的其他货币 (如英镑或欧元) 的利率上涨 (除受流动性调整因素的影响外, 还包括对该地区利率预期的提升), 美元的曲线走势的影响会更加明显。2011 年 9 月份交货的 3 月期欧元银行同业拆借利率 (Euribor) 期货上涨了 25 个基点, 甚至突破了自去年 4 月以来的上限: 这与欧元兑美元的近期走势密切相关。

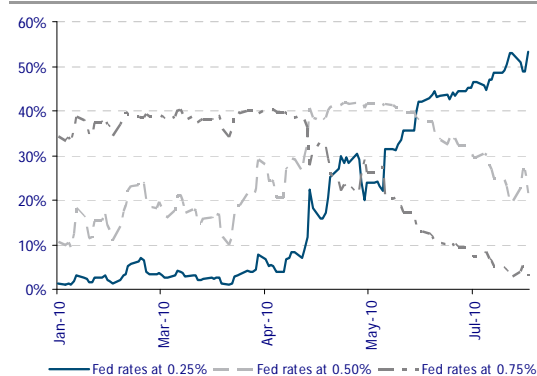
我们认为, 虽然这些因素短期内不太可能出现巨大翻转, 但考虑到市场对美国经济数据 (这些数据可能依然“令人失望”) 的敏感度, 它们可能变得不那么重要了: 无论是从经济周期的角度看 (欧洲央行可能定于本周提醒市场该地区的复苏能力并非无风险) 还是从相关利率的角度看, 我们不认为对欧元区和美国经济预期的巨大差距会持续。因此, 在全球经济复苏没有保证的前提下, 对美元市场越发温和的预期不可能对欧元没有影响: 欧元对美元的升值趋势将触顶向下, 且落点不会太靠近区间上限。虽然这不会立即发生, 但我们仍预计中期欧元兑美元的汇率将回落到 1 欧元兑 1.25 美元左右的水平。

图 3
利差: 高级金融贷款 vs 西班牙担保债券



来源: Markit 以及 BBVA 研究部

图 4
联邦基金在 2011 年 3 月上调利率可能性



来源: Bloomberg

要点

经济分析

金融情况

Marcos Dal Bianco
marcosjose.dal@grupobbva.com
+34 91 538 63 49

法规和公共政策

María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com
(+34) 91 534 70 15

Tatiana Alonso

tatiana.alonso@grupobbva.com
(+34) 91 534 61 67

银行系统的利好：欧洲银行压力测试以及巴塞尔协议

欧洲银行压力测试结果显示西班牙银行体系的强劲反弹，仅有 5 家机构在压力情景中需要额外的资本（在 FROB 和 DGS 发放的 146 亿欧元之外还需 20 亿欧元）。由于西班牙银行压力测试涵盖了几乎 100% 的银行系统（欧洲平均为 65%），提供了每家银行贷款组合的更多信息，有差别化的严峻的宏观经济场景（尤其是房地产部门），且在预减值收入的分析上也极为严厉，其结果可信度高。今后，这些结果将有助于弄清西班牙银行系统的真实处境，消除对其稳固性的不确定性。

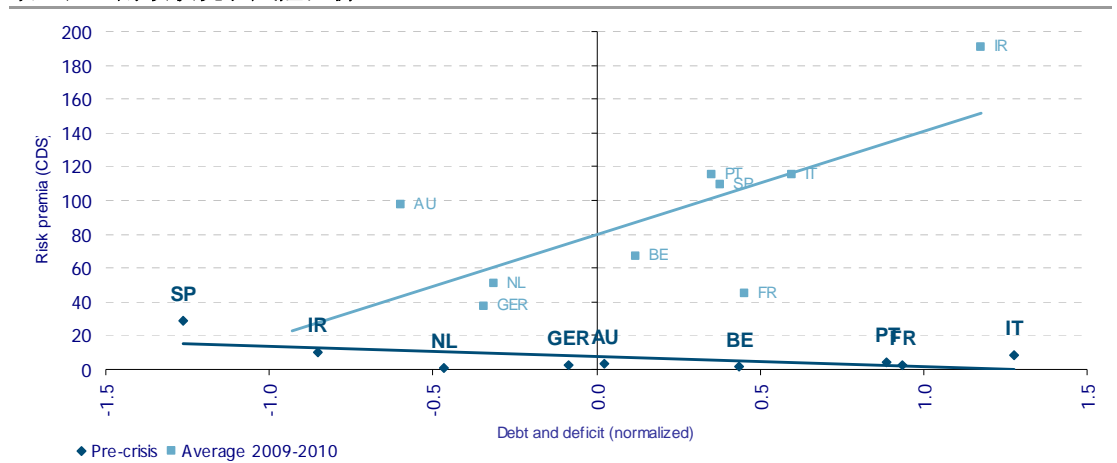
另一个金融界的重要新闻是巴塞尔银行监管委员会最终达成了一项关于资本和流动性改革方案的协议。协议保留了资本提案的多数定义，但并未阐明适用的范围和“祖父条款”的期限。同时，资产减记规则也有所放松，并承认某些项目下的完全减记可能带来负面后果；显然，下属银行的少数股东权益可以被部分列为资产。其他金融机构投资、抵押贷款服务权和递延所得税资产的情况与此类似。另外，协议中也有部分对银行处理、计算流动性和杠杆率有利的变动。流动性方面，协议对流动资产的定义做了修正，扩大了流动资产的范围。同时，该监事会认为应对净基金比率进行修正以避免对零售银行业的惩罚。

核心国家收回财政刺激计划为时尚早？

近期数据越发表明发达国家经济复苏进程将仍然十分缓慢，这引发了对于前期财政紧缩政策利与弊的新一轮争论。对欧盟国家而言，我们认为财政调整对经济增长的影响将低于预期，对信贷的积极影响也将基本抵消公共需求削减带来的负面效应。问题在于，在美国正以历史最低成本发行债券之际，非（仍是）市场焦点的国家是否还有必要继续缩减财政。财政紧缩可能阻碍经济复苏，尤其是在劳动力市场疲软的情况下显得更为突出。信心提振对经济的积极效应尚不明显，在二线国家自身刺激措施受限的情况下，其对全球需求的支撑作用显得十分重要。然而，鉴于宽松的财政政策对利率的影响呈现出高度的非线性关系且长期利率可能因私人需求的替代突然上涨而产生与财政刺激计划相反的效果，中期风险可能被低估，需密切关注财政变量的变动。对此，下期的 BBVA 全球展望研究报告中将会有更多的阐述。

图 3

欧盟区：财政状况和风险溢价



来源：BBVA 研究部

日程表：核心指标

经济分析

欧洲

Miguel Jiménez
mjimenez@grupobbva.com
(+34) 91 537 37 76

Agustín García Serrador
agustin.garcia@grupobbva.com
+34 91 374 7938

Elvira Prades
elvira.prades@grupobbva.com
(+34) 91 537 79 36

美国

Kristin Lomicka
kristin.lomicka@bbvacompass.com
+1 713 881 0655

亚洲

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
+852 2582 3218

墨西哥

Javier Amador
javier.amador@bbva.bancomer.com

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com
+52 5556214143

美国：个人收入与支出数据（6月，8月3日）

预测：0.1%，0.2%； 市场调查：0.2%，0.1%； 前期：0.2%，0.4%

评论：预计个人收入会出现连续第11个月的上涨，但鉴于6月份非农就业数据下降，增速将有所放缓。预计个人支出亦会增长，但6月份零售也销售额下降表明支出的增速也会放缓。

市场影响：若个人支出减少，则可能下调今年二季度GDP数据。若个人收入出现意外下跌，则表明今年第三季度的支出会放缓。

美国：非农就业人口数据（总数，私部门）（7月，8月6日）

预测：-112,000, 113,000； 市场调查：-100,000, 98,000； 前期：-125,000, 83,000

评论：随着临时普查工作的结束，7月份非农就业人口总数将出现连续第二个月的下滑。另一方面，预计私部门就业会继续增长，但增速放缓。总的来说，2010年私部门新增就业593,000个，但这一增速仍不足以使失业率出现大幅下降。

市场影响：私部门就业人口数据若出现下滑恐助长市场对2010年下半年经济增长走弱的担忧。

德国：工业生产指数（6月，8月6日）

预测：较上月增长0.5%； 市场调查：较上月增长1.0%； 前期：较上月增长2.6%

评论：本周，欧洲两个最大的经济体德国和意大利都将公布6月份工业生产指数。德国工业生产指数继4月和5月猛增后，预计6月涨幅温和，较上月增长0.5%。

市场影响：工业生产指数正增长或表明二季度末经济增长强劲，二季度GDP数据可能好于预期（二季度GDP数据将于两周后公布）。

欧元区：零售额（6月，8月4日）

与去年同期相比：预测：0.1%； 市场调查：-0.2%； 前期：0.2%

与上月相比：预测：0.1%； 市场调查：-0.1%； 前期：0.1%

评论：继5月份出现下跌后，由于近期调查显示消费者信心有所回升，预计6月份零售额会有小幅增长。

市场影响：若出现连续第二个月的下滑，将加深市场对当前私人消费疲软的预期，但影响不会很大。

中国：采购经理指数（7月，8月1日）

预测：51.2； 市场调查：51.4； 前期：52.1

评论：由于季节性因素的影响，随着二季度GDP增速放缓（较去年同比增长10.3%，7月15日），中国采购经理指数预计也将出现连续第三个月的放缓，与我们设定的下半年经济软着陆基准线相符（由于政府为抑制信贷和资产价格过快上涨政策的效果已开始显现，出口增长也开始逐渐减弱）。

市场影响：国际投资者情绪对中国经济增长指标十分敏感，若采购经理指数低于预期（甚至低于50），或将再次引起对经济硬着陆的恐慌，打击市场情绪。

墨西哥：就业数据（7月）

预测：较上月增长0.3%； 市场调查：（无）； 前期：0.3%

评论：IMSS社会保障部将发布其私部门新增就业数据。4.7%的同比增长率将是自2007年2月以来最大幅度的增长；与前几个季度相比，月度环比增幅继续出现小幅放缓（2010年上半年月平均增速为0.5%）。

市场影响：这一数据或许影响有限，但考虑到与美国经济前景相关的风险以及由此产生的墨西哥经济前景的相关风险近期有下降的趋势，若就业出现负增长，则可能对市场有潜在影响。

Markets Data

			Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest Rates (changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.45	-4	-8	-3
		2-yr yield	0.57	-1	-6	-54
		10-yr yield	2.93	-6	-1	-55
	EMU	3-month Euribor rate	0.90	1	11	0
		2-yr yield	0.80	5	12	-47
		10-yr yield	2.68	-3	11	-63
Exchange Rates (changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.303	1.4	4.8	-8.5
		Pound-Euro	0.83	-0.2	1.1	-2.4
		Swiss Franc-Euro	1.36	0.3	2.3	-10.8
	America	Argentina (peso-dollar)	3.94	0.2	0.2	2.8
		Brazil (real-dollar)	1.76	-0.3	-2.3	-5.8
		Colombia (peso-dollar)	1842	-1.4	-3.4	-9.6
		Chile (peso-dollar)	523	0.2	-3.5	-3.3
		Mexico (peso-dollar)	12.65	-0.8	-3.1	-4.3
		Peru (Nuevo sol-dollar)	2.82	0.0	-0.2	-5.4
	Asia	Japan (Yen-Dollar)	86.59	-0.8	-1.1	-8.5
		Korea (KRW-Dollar)	1181.75	-1.4	-3.7	-3.3
		Australia (AUD-Dollar)	0.905	1.2	7.8	8.8
Comm. (chg %)		Brent oil (\$/b)	76.7	-0.9	6.1	7.0
		Gold (\$/ounce)	1172.2	-1.4	-2.2	22.9
		Base metals	484.9	1.9	2.3	13.7
Stock Markets (changes in %)	Euro	Ibex 35	10552	1.6	15.0	-2.8
		EuroStoxx 50	2748	1.1	9.1	4.2
		USA (S&P 500)	1100	-0.2	7.1	11.4
	America	Argentina (Merval)	2398	1.0	8.5	39.4
		Brazil (Bovespa)	67135	1.2	9.6	22.6
		Colombia (IGBC)	13201	-0.5	6.6	27.8
		Chile (IGPA)	20263	1.2	8.4	32.5
		Mexico (CPI)	32366	-1.3	3.7	19.7
		Peru (General Lima)	14191	0.3	2.6	0.7
		Venezuela (IBC)	64273	-0.2	-1.4	40.6
		Asia	Nikkei225	9537	1.1	3.8
	HSI		21030	1.0	4.5	2.2
Credit (changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	105	-7	-26	17
		Itraxx Xover	478	-28	-107	-135
	Sovereign risk	CDS Germany	38	-3	-6	13
		CDS Portugal	216	-52	-90	170
		CDS Spain	179	-23	-84	120
		CDS USA	34	-2	-3	---
		CDS Emerging	214	-17	-61	-114
		CDS Argentina	792	-54	-209	-910
		CDS Brazil	117	-3	-25	-17
		CDS Colombia	124	-4	-29	-48
		CDS Chile	83	-7	-22	-8
		CDS Mexico	116	-4	-23	-46
		CDS Peru	109	-4	-29	-38

Sources: Bloomberg, Datastream and JP Morgan

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”